

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2022 - A.C. – 03 du 13 décembre 2022

relatif au transfert au secteur privé par CNP Assurances SA et CNP Caution S.A de la société CNP PARTNERS de Seguros y Reaseguros S.A

La Commission,

Vu la lettre en date du 9 décembre 2022 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société CNP Partners de Seguros y Reaseguros et ses filiales par CNP Assurances SA et CNP Caution S.A ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le contrat de cession et d'acquisition d'actions en date du 5 mai 2022 entre CNP Assurances SA et CNP Caution S.A (le cédant) et Mediterraneo Vida, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros (Sociedad Unipersonal) (le cessionnaire) ;

Vu le memorandum, préparé par le cédant et adressé à la Commission le 16 juin 2022, qui comprend en annexe le rapport de valorisation établi par Fenchurch Advisory, conseil du vendeur ;

Vu le projet d'arrêté transmis à la Commission le 12 décembre 2022 ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu :

- le 9 juin 2022,

La Poste, représentée par M. Philippe Wahl, Président directeur-général et Mme Stéphanie Berlioz, directrice des opérations financières.

- le 21 juillet 2022 conjointement,

- l'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Charles Sarrazin, directeur de participations services et finances et M. Cyrille Beaufils, chargé de participations ;
- La Poste, représentée par M. Yves Brassart, directeur général adjoint et Mme Stéphanie Berlioz, directrice des opérations financières ;
- CNP Assurances, représenté par M. Stéphane Dedeyan, directeur général et Mme Emmanuelle Roux, directrice stratégie corporate ;

- LBP représenté par M. Paul-Eric Lacourte, directeur adjoint des fusions acquisitions ;
- CNP Partners de Seguros y Reaseguros S.A. représenté par M. David Lattes, directeur général ;
- Fenchurch Advisory Partners LLP, représenté par M. Chris Deville, senior managing director.

- le 7 décembre 2022 conjointement,

- Mediterráneo Vida représenté par M. Antonio Trueba, directeur général, M. Jaime Sanchez Santiago, directeur juridique et M. Jaime Kirkpatrick ;
- L'Agence des participations de l'Etat représentée par M. Cyrille Beaufiles, chargé de participations.

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre en date du 9 décembre 2022, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en vue d'autoriser le transfert au secteur privé de la société CNP Partners de Seguros y Reaseguros S.A (CNP Partners), par CNP Assurances SA et CNP Caution S.A, par la voie d'une cession des actions détenues à Mediterráneo Vida, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros (Mediterráneo Vida).

La cession projetée entre dans le champ d'application du IV de l'article 22 de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée et doit faire l'objet d'une autorisation préalable par arrêté du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission.

La cession étant réalisée en dehors des procédures des marchés financiers, le ministre a saisi la Commission sur le fondement du II de l'article 26 de l'ordonnance. Conformément aux I et II de l'article 27 de l'ordonnance, la Commission émet un avis sur :

- la valeur de la société ;
- les modalités de la procédure, qui doit respecter les intérêts du secteur public ;
- le choix du ou des acquéreurs et les conditions de la cession.

Outre la décision du ministre chargé de l'économie sur avis conforme de la Commission, la cession de CNP Partners est, par ailleurs, soumise à l'autorisation préalable du changement de contrôle délivrée par l'autorité en charge de la supervision des organismes d'assurance en Espagne (*Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones -DGSFP*)¹.

II.- CNP Partners est une société d'assurance et de réassurance de droit espagnol détenue à hauteur de 99,5 % par CNP Assurances et de 0,5 % par CNP Caution.

.

¹ Autorisation non délivrée à la date d'adoption du présent avis.

Son activité porte essentiellement sur l'assurance-vie (principalement des contrats d'épargne en euro et en unités de compte) et très marginalement sur l'assurance non-vie (couvrant notamment les accidents, la santé, les risques de pertes pécuniaires et l'assurance emprunteur). Elle opère selon un mode de distribution multicanal, principalement par le biais d'accords de distribution non exclusifs, notamment avec des agents, des courtiers et des bancassureurs.

CNP Partners met par ailleurs à disposition des succursales italiennes de CNP Assurances et de CNP Caution des personnels pour la conduite de leurs activités, et assure la gestion administrative de certains contrats d'épargne de CNP Assurances ainsi que des prestations pour le compte des succursales espagnoles de CNP Assurances et de CNP Caution.

CNP Partners détient une filiale italienne, dénommée CNP Sviluppo, qui distribue des produits d'assurance et des produits d'épargne.

CNP Partners est également autorisée à agir en Italie sous le régime du libre établissement au travers de sa succursale « CNP Partners de Seguros y Reaseguros S.A. - Representanza Generale per l'Italia ».

CNP Partners est enfin autorisée à prêter ses services en France et au Portugal sous le régime de la libre prestation de services. Néanmoins, le chiffre d'affaires correspondant n'est pas significatif.

CNP Partners a réalisé en 2021 un chiffre d'affaires de 239 M€, dont 93% porte sur des produits d'épargne en euro ou en unités de compte. Fin 2021, la société disposait de 2 Mds € de provisions techniques, dont 39% concernent les activités en Espagne tandis que les 61% restants se rapportent aux activités en Italie.

Ses fonds propres, calculés selon les normes dites de Solvabilité II (SII)², s'élèvent à fin 2021 à 218 M€. Son exigence de capital réglementaire (*solvency capital requirement : SCR*) est ainsi couverte à hauteur de 271% (avec mesures transitoires³) et 188% (hors mesures transitoires) à fin 2021.

CNP Partners dispose de 165 employés répartis entre Madrid et Milan.

III.- Au regard des performances historiques de CNP Partners et de ses perspectives de développement, CNP Assurances, son principal actionnaire, a mené fin 2019 une revue stratégique, à l'issue de laquelle la cession de CNP Partners était l'option privilégiée.

Début 2020, CNP Assurances a mandaté Fenchurch Advisory Partners LLP afin d'engager un processus ouvert d'enchères. Toutefois, le lancement du processus a dû être suspendu au second trimestre 2020 en raison de la crise du COVID.

² Solvabilité II est un ensemble de règles fixant le régime de solvabilité applicables aux entreprises d'assurances dans l'Union Européenne.

³ Solvabilité II, mis en place en 2016, prévoit des mesures transitoires permettant aux organismes d'assurance de disposer d'un temps d'adaptation avant d'appliquer pleinement les nouvelles dispositions et d'en lisser dans le temps les impacts financiers. La mesure transitoire portant sur les provisions techniques permet d'étaler sur 16 ans l'impact du passage d'un calcul de provisions techniques aux normes "Solvabilité I" à un calcul "Solvabilité II".

En juillet 2020, CNP Assurances a reçu une offre non sollicitée de l'organisme d'assurance espagnol Mediterráneo Vida pour l'acquisition de CNP Partners. Mediterráneo Vida a soumis une offre indicative sur la base d'informations publiques.

A l'issue d'une période de négociations exclusives et de *due diligence* au cours du second semestre 2020, CNP Assurances a mis un terme aux discussions, en janvier 2021, en raison principalement d'un risque d'exécution et de considérations financières liées aux accords périphériques relatifs à la séparation de CNP Partners du groupe CNP Assurances.

Fin 2021, après avoir poursuivi des actions de restructuration de CNP Partners, CNP Assurances a réexaminé ses options stratégiques et a considéré que la vente de CNP Partners restait la meilleure option compte tenu notamment, (i) de la taille modeste de CNP Partners sur un marché hautement concurrentiel à la fois en Espagne et en Italie (moins de 1% de part de marché), (ii) de canaux de distributions fragmentés, (iii) d'une informatique vieillissante génératrice de coûts de maintenance significatifs qui pèsent sur la performance et la rentabilité.

Au moment de relancer le processus ouvert d'enchères, la société d'assurance Mediterráneo Vida, entièrement détenue par le *hedge fund* Elliott, est revenue vers CNP Assurances avec une offre actualisée et améliorée sur plusieurs points critiques.

CNP Assurances a considéré que cette nouvelle offre avait des avantages comparatifs significatifs par rapport à celles qui auraient pu être présentées par d'autres acquéreurs potentiels.

En effet, Mediterráneo Vida, qui était d'ores et déjà présent en Espagne, pourrait générer des synergies de cette acquisition et bénéficiait d'une capacité de financement importante grâce à son actionnaire, le *hedge fund* Elliott, qui vise à entrer dans le *top 10* des groupes d'assurance espagnols (actuellement 17ème) via l'acquisition de sociétés ou de portefeuilles d'assurance-vie.

De plus, la nouvelle offre était en ligne avec les travaux de valorisation effectués par CNP Assurances et la réalisation du transfert à Mediterráneo Vida permettait un gain de temps car les parties pouvaient capitaliser sur les travaux déjà conduits en 2020.

A contrario, CNP Assurances a considéré que très peu d'acteurs, en Espagne et en Italie, seraient susceptibles de s'intéresser à l'acquisition de CNP Partners compte tenu des défis stratégiques que ce dernier devait encore relever et de la volonté des entreprises du secteur à réduire leurs expositions aux produits d'assurance vie traditionnelle, qui constituent la plus grosse part du portefeuille de CNP Partners. Cette analyse est d'ailleurs confortée par le fait que les acquéreurs potentiels de CNP Partners étaient informés du projet de vente, puisque la presse espagnole s'en était faite l'écho dès la fin 2020, et qu'aucune marque d'intérêt n'a été formulée à CNP Assurances.

Le cédant a donc repris le processus interrompu début 2021 avec Mediterráneo Vida, avec la possibilité de rouvrir une procédure ouverte d'enchères si l'aboutissement des négociations avec Mediterráneo Vida ne lui semblait pas satisfaisant.

IV.- Mediterráneo Vida est une compagnie d'assurance espagnole qui exerce ses activités dans les branches vie et accidents. Mediterráneo Vida gère également des fonds de pension.

Mediterráneo Vida a été acquise en 2017 par la société anglaise Ember Alpha Limited qui est indirectement détenue par les fonds d'investissement Elliott International LP et Elliott Associates LP.

Les investisseurs des fonds Elliott comprennent des investisseurs institutionnels, tels que des caisses de retraite, des fondations universitaires ou des institutions financières qui ne participent pas à la gestion des fonds Elliott.

L'entité chargée de la gestion des investissements de ces fonds est l'entité américaine Elliott Investment Management L.P. qui est un conseiller en investissement enregistré auprès de la *US Securities and Exchange Commission*.

L'ultime bénéficiaire effectif d'Elliott Investment Management L.P est Paul E. Singer, citoyen américain.

Le plan d'affaires de Mediterraneo Vida vise d'une part à gérer efficacement la couverture des obligations découlant des contrats d'assurance par l'investissement dans des actifs faiblement exposés aux risques de marché et par une liquidité ajustée à la nature des engagements, d'autre part d'acquérir des portefeuilles d'épargne à long terme et de rentes auprès d'autres compagnies d'assurance-vie.

La société compte 55 employés.

En 2021, la société a acquis des primes à hauteur de 103 M€, dont 102 M€ concernant l'assurance-vie. Son exigence de solvabilité réglementaire (SCR) était couverte à hauteur de 311%.

V.- Le contrat de cession d'actions a été conclu le 5 mai 2022 par CNP Assurances et CNP Caution, en qualité de vendeurs, et Mediterraneo Vida, en qualité d'acquéreur.

Le prix de cession de 128 M€ est basé sur les fonds propres Solvabilité II au 30 juin 2021 et évoluera selon un mécanisme d'ajustement de prix reflétant l'évolution des fonds propres Solvabilité II de CNP Partners depuis cette date.

En complément de ce mécanisme d'ajustement de prix, le contrat de cession prévoit des ajustements de diverses natures, notamment un ajustement pour les salariés qui n'auraient pas été transférés dans les effectifs de CNP Assurances à la date du transfert.

Les vendeurs se sont en effet engagés à entreprendre un certain nombre de réorganisations préalablement à la cession de CNP Partners. Ces réorganisations concernent notamment le transfert de salariés espagnols et de salariés italiens au sein du groupe CNP Assurances.

Les vendeurs donnent également à l'acquéreur des garanties, notamment des garanties fondamentales usuelles (propriété des actions, capacité, pouvoir, périmètre de la transaction) et une garantie de passif sur différentes matières (litiges, social, fiscal, protection des données, etc.).

Les demandes d'indemnisation pouvant être formulées par l'acquéreur au titre de ces déclarations et garanties sont plafonnées.

VI.- La Commission a disposé du rapport de valorisation établi par Fenchurch, conseil du vendeur.

Le conseil du vendeur a retenu les méthodes de valorisation suivantes.

- **DDM (*discounted dividend model*)**

Le conseil a utilisé les projections de bilan, de position de capital et des flux de trésorerie de CNP Partners pour en déduire l'excédent qui pourrait être payé comme un dividende annuel.

Le conseil a simulé plusieurs scénarios DDM avec comme hypothèse commune que CNP Partners gèrerait le portefeuille existant sans conclure de nouveaux contrats.

Le scénario de base repose sur un taux de couverture Solvabilité II cible de 200% en 2022, qui diminue linéairement jusqu'en 2030. Une valeur terminale de 0,85x UT1⁴ (hors mesures transitoires) est appliquée en 2030. Le taux d'actualisation est de 10% à 15%, avec un point médian de 12,5%, qui correspond à la moyenne constatée dans les entreprises cotées du secteur.

Un autre scénario se fonde sur le scénario de base mais avec un ratio de Solvabilité II cible de 175% en 2022, diminuant linéairement jusqu'en 2030.

Un troisième scénario retient le scénario de base avec une réduction des exigences de capital de 30% afin de refléter les synergies potentielles de capital disponibles pour un acquéreur. Les dividendes ne sont pas payés avant 2024, afin de refléter le temps nécessaire pour réaliser ces synergies.

Enfin, un scénario d'ajustement des dépenses modifie le scénario de base avec une base de coûts plus importante.

Tous les scénarios décrits supra extériorisent une valeur des fonds propres de CNP Partners inférieure au prix offert par l'acquéreur.

Par ailleurs, le conseil a effectué un calcul selon l'approche DDM en supposant que CNP Partners continuait à souscrire de nouvelles affaires. A cette fin, il retient le plan d'affaires préparé par CNP Partners. En raison de l'importance des coûts de restructuration, ce scénario aboutit à une valorisation plus faible que celle des scénarios précédents.

- **Comparables de transactions**

Le conseil a examiné les transactions sur le marché européen de l'assurance-vie pour lesquelles les multiples de valorisation *Price/UT1* (hors mesures transitoires) et le *price-earnings ratio* ont été publiés. Ces transactions se situent dans des fourchettes de 0,8 à 0,9 pour le ratio « *price/UT1*⁵ » et de 8,0 à 10 pour le « *price-earnings ratio* ».

⁴ *Unrestricted Tier 1* qui correspondent aux fonds propres réglementaires de meilleure qualité.

⁵ Hors mesures transitoires.

Le conseil a utilisé ces données issues des transactions comparables pour déterminer la valorisation de CNP Partners selon quatre scénarios en utilisant différentes fourchettes de multiples *price/UTI* et de multiples de *price-earnings ratio* et différents modes de calcul des fonds propres réglementaires et des frais de fonctionnement.

Le conseil souligne que le nombre limité de transactions sur le marché espagnol et l'existence de caractéristiques spécifiques à chaque transaction rendent le recours à la méthode des transactions comparables délicat. Sur la base des scénarios les plus pertinents la valeur des fonds propres de CNP Partners serait du même ordre de grandeur que le prix proposé par l'acquéreur.

- Comparables boursiers

Le conseil a identifié les comparables cotés suivants : Generali, UnipolSai, CNP Assurances, Ageas, Aegon, AXA et NN Group, sur la base de leur présence géographique et de leur *business mix*.

Toutefois, il souligne que ces sociétés présentent des différences importantes par rapport à CNP Partners en termes de taille, d'empreinte géographique, de rentabilité et de niveau de solvabilité.

Cette approche aboutit à des valorisations très inférieures aux précédentes.

Au final, le conseil a retenu la méthode DDM à titre principal et les méthodes des comparables de transaction et comparables boursiers à titre secondaire.

VII.- Conformément au I de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée, la Commission est appelée à fixer la valeur de la société cédée. Le troisième alinéa dudit article précise que les « *évaluations sont conduites selon les méthodes objectives couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de sociétés, en tenant compte des conditions de marché à la date de l'opération et, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence des filiales et des perspectives d'avenir et, le cas échéant, de la valeur boursière des titres et des éléments optionnels qui y sont attachés* ».

La Commission a noté les motifs pour lesquels la banque conseil a retenu les approches de valorisation décrites au VI.

La Commission constate que les approches retenues par les analystes dans le secteur de l'assurance-vie combinent à la fois une valorisation par les *cash flow* actualisés et une valorisation à base de multiples.

La Commission relève en outre que l'assurance-vie est principalement un investissement de rendement. Le recours aux flux de trésorerie actualisés pour valoriser les fonds propres de ces entreprises reflète donc la nature de leur activité qui vise fondamentalement à gérer de manière équilibrée et prudente des flux de trésorerie, positifs et négatifs, sur le long terme.

La trésorerie générée par une compagnie d'assurance-vie est utilisée pour verser les dividendes aux actionnaires. Dans les opérations de fusion et d'acquisition, les valorisations sont souvent fondées sur une approche DDM qui permet de prendre en compte les synergies de capital et de coûts qu'un acheteur pourrait réaliser.

La Commission considère donc que la méthode DDM est la plus pertinente dans le cas d'espèce.

La méthode par les comparables de transactions est utile à titre secondaire, pour les raisons évoquées au VI supra et la méthode des comparables boursiers se révèle peu pertinente eu égard aux fortes différences des entreprises de l'échantillon avec CNP Partners.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, la Commission estime que la valeur des fonds propres de CNP Partners peut être correctement estimée à 110 M €.

VIII.- En application du II de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014, la Commission émet un avis sur les modalités de la procédure, le choix des acquéreurs et les conditions de la cession.

La Commission observe que le processus de cession qui lui a été décrit a été conduit par le vendeur de manière objective compte tenu du contexte spécifique dans lequel il s'inscrit.

IX.- Pour ces motifs, et au vu de l'ensemble des éléments qui lui ont été transmis, la Commission est d'avis que :

- la valeur des fonds propres de la société CNP Partners ne saurait être inférieure à 110 M€ ;
- les modalités de la procédure et le choix de l'acquéreur respectent les intérêts du secteur public ;
- les conditions de la cession, et en particulier son prix qui est supérieur à la valeur ci-dessus fixée, respectent les intérêts du secteur public.

La Commission émet en conséquence un **avis favorable** au projet d'arrêté dont le texte est annexé au présent avis et visant à autoriser le transfert au secteur privé de la société CNP Partners.

Adopté le 13 décembre 2022 par M. Bruno LASSERRE, président, M. Bérold COSTA de BEAUREGARD, M. Nicolas DUHAMEL, Mme Mireille FAUGERE, Mme Anne PERROT et M. Noël de SAINT PULGENT, membres de la Commission.

Le président,



Bruno LASSERRE

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Ministère de l'économie, des
finances et de la souveraineté
industrielle et numérique

Arrêté du
autorisant le transfert au secteur privé de la société CNP Partners de Seguros y
Reaseguros SA

NOR :

Le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique,

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 modifiée relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son titre III ;

Vu le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de l'ordonnance n°2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique, notamment son article 7 ;

La Commission des participations et des transferts entendue, et sur son avis conforme n°... recueilli le ... 2022, en vertu des dispositions du II de l'article 26 et de l'article 27 de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée,

Arrête :

Article 1^{er}

La cession par les sociétés CNP Assurances SA et CNP Caution SA à la société Mediterraneo Vida, Sociedad Anónima de Seguros y Reaseguros, de 23 009 520 actions de la société CNP Partners de Seguros y Reaseguros SA, soit 100 % du capital de cette société, selon les modalités prévues aux articles 2 et 3 ci-après, est autorisée.

Article 2

La cession s'effectue à un prix de 128 000 000 euros.

Article 3

Ce prix sera diminué de toute distribution non autorisée par le contrat de cession qui interviendrait préalablement à la date de la cession.

Il fera également l'objet d'ajustements de prix, à la hausse ou à la baisse, prévus par le contrat de cession, notamment pour tenir compte de la variation des fonds propres calculés selon la réglementation Solvabilité II entre le 30 juin 2021 et le 30 novembre 2022.

Article 4

Le commissaire aux participations de l'Etat est chargé de l'exécution du présent arrêté, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait le ... 2022

Pour le ministre et par délégation :
Le commissaire aux participations de l'État,
Alexis ZAJDENWEBER